

2024 年 7 月 16 日

中国宏观

生产偏强，内需仍待巩固—中国 2 季度 GDP 及 6 月经济数据点评

2024 年 2 季度 GDP 同比增长 4.7%，较 1 季度有所回落

中国 2024 年 2 季度 GDP 同比增 4.7%，预期 5.1%，前值 5.3%；环比 0.7%，预期 1.1%，前值 1.6%。

- * 2024 年 2 季度经济增速略有波动，2 季度经济环比增长 0.7%，较 1 季度 1.6% 的增速回落，这其中既有极端天气等不可抗力的短期因素影响，也有有效需求不足等挑战。
- * 从结构上来看，2 季度生产端偏强，是拉动经济增长的主要驱动力。2 季度工业增加值同比增长 5.9%，拉动 GDP 增长近 1.8 个百分点；尽管服务业整体增速有所回落，但结构上仍有亮点，信息技术服务业增加值同比增速达到 10.2%，对服务业发挥着重要支撑作用。
- * 从 2024 年上半年来看，中国 GDP 同比增长 5%，向好趋势不变。“三驾马车”——消费、投资、净出口对经济增长的贡献率分别为 60.5%、25.6% 和 13.9%，分别拉动上半年经济增长 3.0、1.3 和 0.7 个百分点。

蔡瑞, CFA

Carl.Cai@bocomgroup.com
(852) 3766 1808

李少金

Evan.Li@bocomgroup.com
(852) 3766 1849

6 月生产端延续偏强，需求端边际亦有所回暖

中国 6 月规模以上工业增加值同比 5.3%，预期 5.0%，上月为 5.6%；环比 0.42%，前值 0.3%。6 月社零同比 2.0%，预期 3.3%，上月为 3.7%；环比 -0.12%，前值 0.51%。1-6 月固定资产投资同比 3.9%，预期 3.9%，前值 4.0%。

- * **生产端持续偏强，规模以上工业值维持平稳。**工业生产上行势头不减，同比超预期增 5.3%，而环比升 0.42%，较上月 0.3% 进一步加速，主要受到上游采矿业和公用事业推动，制造业工业增加值增速略有放缓，但依然保持较快增速，其中高技术产业同比高增 8.8%，而服务业生产指数同比 4.7%，较上月略有回落 0.1 个百分点。
- * **电商促销及节日需求释放后，社零继续放缓。**6 月社零同比增 2.0%，不及预期和前值，环比亦转为负值，一定程度上受到了上月电商提前促销以及节假日需求集中释放后而正常回落的影响。具体品类上，化妆品、家电音响均出现明显回落，而汽车销售额同比降幅有所扩大。
- * **固定资产投资平稳，地产投资边际改善。**6 月固定资产投资同比增 3.6%，增速平稳。民间投资回暖，由上月的 -0.4% 微增至 0.1%。
 - 1) 制造业投资依旧维持高增速，同比增 9.3%，较上月变化不大，主要受到出口高景气度，以及大规模设备更新带来的支撑。当前全球制造业景气度回暖，外需持续改善对制造业形成支撑，预计短期制造业投资仍有望维持在较高增速。

- 2) 发债提振广义基建增速上行。基建投资同比增4.6%，增速较上月回落0.3个百分点。但广义基建增速加快，同比由上月的3.8%增至10.2%，其中电力、交通和水利的增速均有所提升，反映了地方专项债以及特别国债发行带来的提振效果。
- 3) 地产投资及销售均现边际转暖。地产投资同比降幅由上月-11.0%收窄至-10.1%。强地产刺激措施效果逐步显现，地产新开工面积及销售面积均有回暖。同时，国家统计局稍早公布的70城地产数据中，各线城市商品住宅销售价格环比降幅总体收窄，而一线城市二手住宅同比降幅收窄。

* **6月社融总量维持平稳，环比改善而同比少增。**6月作为信贷大月，社融总量及分项环比改善较为明显，但同比大幅少增依旧反映信贷需求尚待改善。1) 社融当月新增32999亿元，上月为20623亿元，同比少增9266亿元。其中，人民币贷款当月新增21927亿元，上月为8197亿元，但同比少增10486亿元；2) 信贷口径下，新增人民币贷款21300亿元，同比少增9200亿元。结构上，居民及企业部门同比均出现少增。居民部门短期、中长期同比分别少增2443亿、1428亿元，少增幅度均有所扩大。企业部门短期、中长期信贷同比分别少增749亿、6233亿元，中长期信贷需求回落明显反映企业中长期投资意愿不足。同时，票据融资当月减少393亿元，同比多增428亿元，票据融资的回落与监管弱化规模考核，使得银行的冲量需求有所下降有关，另一方面也与4、5月票据融资放量后回落有关（4、5月的票据融资当月规模分别为8400亿、3572亿元）。另外，6月M1、M2同比增速分别为-5%、6.2%，M1降幅边际有所放缓。货币供应同比增速承压一方面在于企业存贷规模同时收缩，需求仍需巩固，另一方面也与信贷以及财政发力偏慢有关（6月政府债券发行较5月有所回落），同时“存款搬家”现象仍然存在。

后市观察：关注7月三中全会释放的积极信号

总体来看，2024年上半年经济数据整体虽有波动，但向好趋势尚未改变：

- ⊕ **对于外需：短期仍可乐观**，利好因素在于全球制造业景气度回升，全球流动性边际上正在持续改善，美国降息预期边际提升，利好欧美补库需求打开，且地产等周期需求有望持续复苏，新兴市场中间品、资本品需求回暖，均对后续出口构成有力支撑。但从结构层面来看，部分行业产能问题造成的价格拖累因素仍待改善，仍待内需进一步改善来平衡部分产业的供需缺口。而全球范围内贸易保护、关税壁垒等问题可能一定程度上影响出口的斜率。
- ⊕ **对于内需：内需仍待进一步巩固**，2季度的物价、社融以及进口数据也反映当前内需仍待进一步巩固。3季度作为重要的政策窗口期，可期待或有更多举措落地来提振内需。我们预计随着宏观政策，包括后续特别国债发行、地方债发行提速，以及强地产刺激措施继续显效、结合设备更新、消费品以旧换新等积极财政措施在供、需两端的支持，以及海外主要央行逐步转入降息周期，中国央行降息降准仍可期待，均有助于推动内需持续恢复和改善，预计后续经济仍将延续回升趋势。

图表 1: 中国 2024 年 2 季度 GDP 同比增 4.7%



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 2: 2 季度 GDP 季环比增 0.7%



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 3: 中国 2024 年 6 月主要经济数据

	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024-1 2	
工业增加值同比	5.3%	5.6%	6.7%	4.5%	7.0%	
采矿业	4.4%	3.6%	2.0%	0.2%	2.3%	
公用事业	4.8%	4.3%	5.8%	4.9%	7.9%	
制造业	5.5%	6.0%	7.5%	5.1%	7.7%	
其中: 高技术产业	8.8%	10.0%	11.3%	7.6%	-	
服务生产指数同比	4.7%	4.8%	3.5%	5.0%	-	
社零总额同比	2.0%	3.7%	2.3%	3.1%	5.5%	
商品零售	1.5%	3.6%	2.0%	2.7%	4.6%	
餐饮收入	5.4%	5.0%	4.4%	6.9%	12.5%	
限额以上	-0.6%	3.4%	0.9%	2.6%	6.7%	
限额以下	3.8%	3.9%	3.1%	3.4%	-	
固定资产投资同比	3.6%	3.5%	3.6%	4.7%	2.9%	4.0%
民间投资	0.1%	-0.4%	-0.1%	0.6%	-0.5%	0.6%
制造业投资	9.3%	9.4%	9.3%	10.3%	6.3%	8.2%
基建投资	4.6%	4.9%	5.1%	6.6%	5.9%	6.9%
房地产投资	-10.1%	-11.0%	-10.5%	-10.0%	-9.7%	-12.4%
房地产新开工面积同比	-21.8%	-22.8%	-13.9%	-25.4%	-19.2%	-10.4%
商品房销售面积同比	-14.7%	-20.7%	-22.9%	-18.3%	-7.0%	-12.7%
商品房销售额同比	-14.5%	-26.4%	-30.4%	-25.9%	-3.5%	-16.9%
中国城镇调查失业率	5.0%	5.0%	5.0%	5.2%	5.3%	5.2%
31个大城市	4.9%	4.9%	5.0%	5.1%	5.1%	4.9%

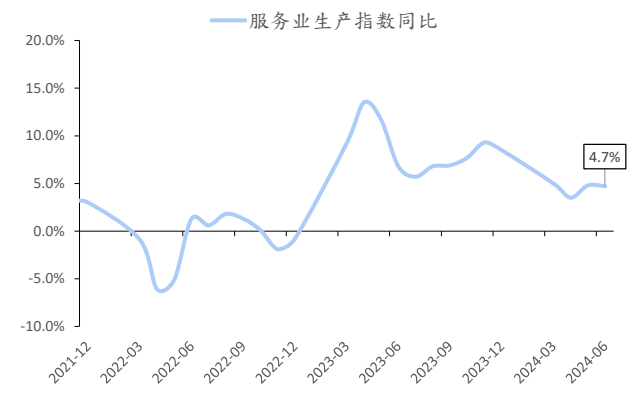
资料来源: 国家统计局, 交银国际

图表 4: 中国 6 月工业增加值同比延续平稳



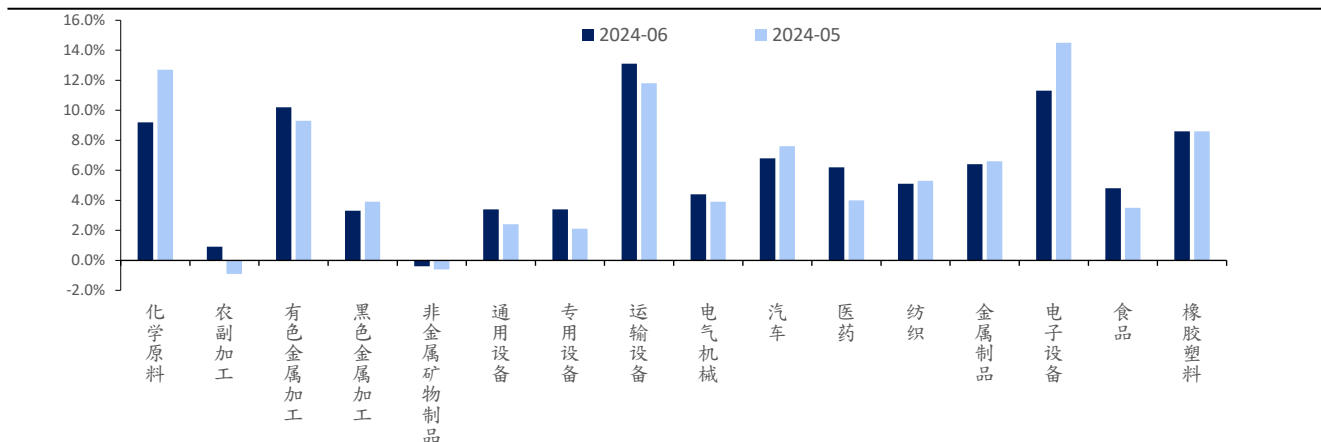
资料来源: Wind, 交银国际

图表 5: 中国 6 月服务业生产指数同比略有放缓



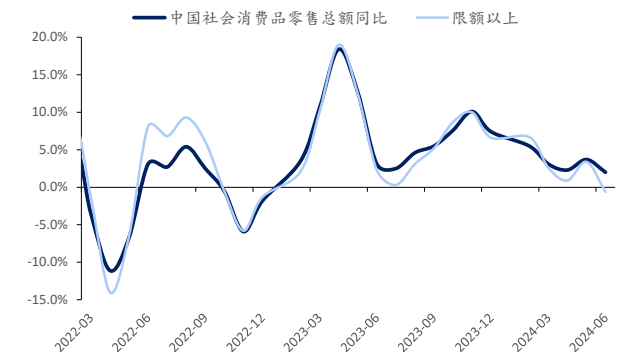
资料来源: Wind, 交银国际

图表 6: 中国规模以上工业增加值分行业同比增速



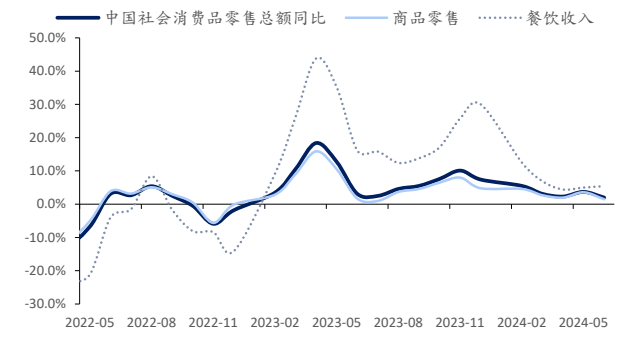
资料来源: Wind, 交银国际

图表 7: 社零增速仍待企稳



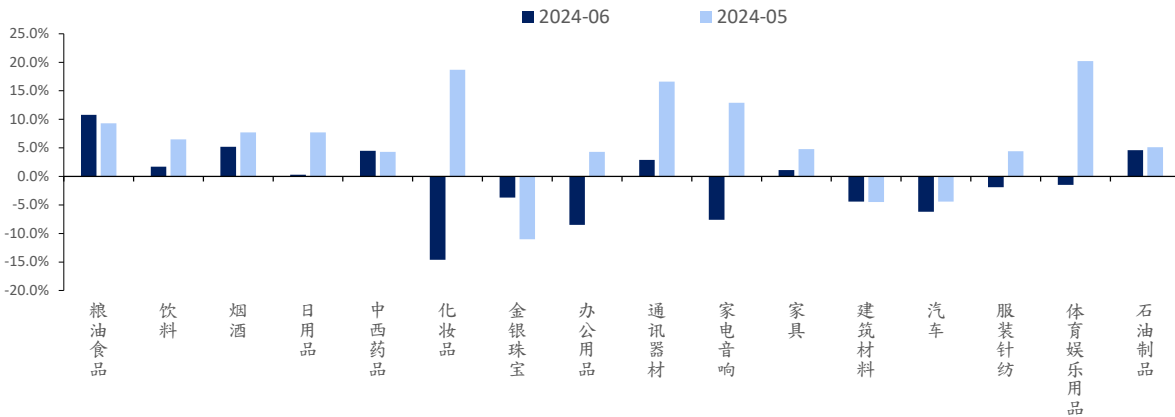
资料来源: Wind, 交银国际

图表 8: 商品零售及餐饮收入走势



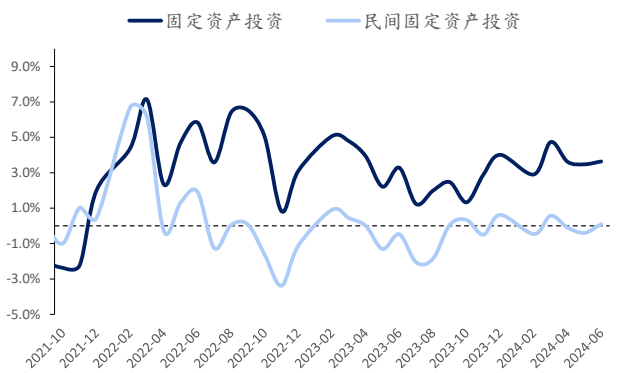
资料来源: Wind, 交银国际

图表 9: 中国各类别消费品同比增速



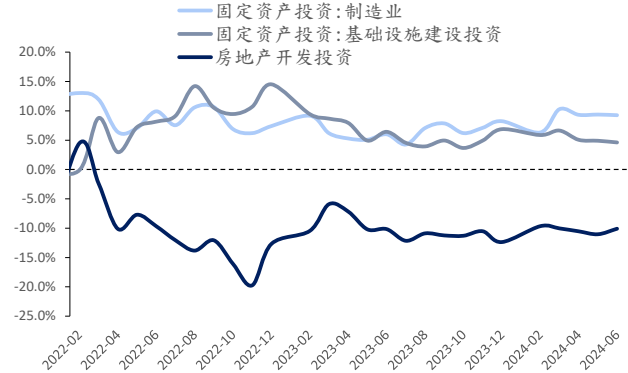
资料来源: Wind, 交银国际

图表 10: 中国固定资产投资稳中有升



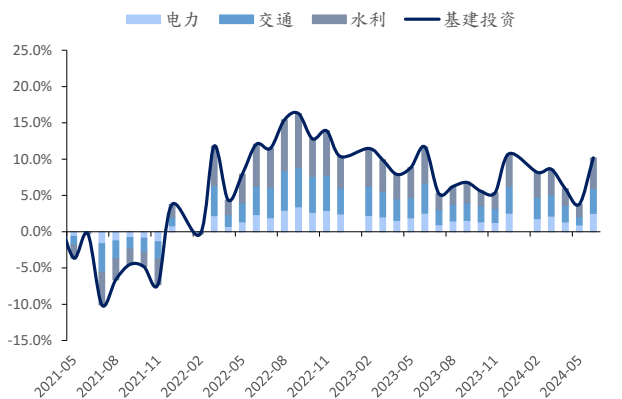
资料来源: Wind, 交银国际

图表 11: 制造业、基建投资增速平稳



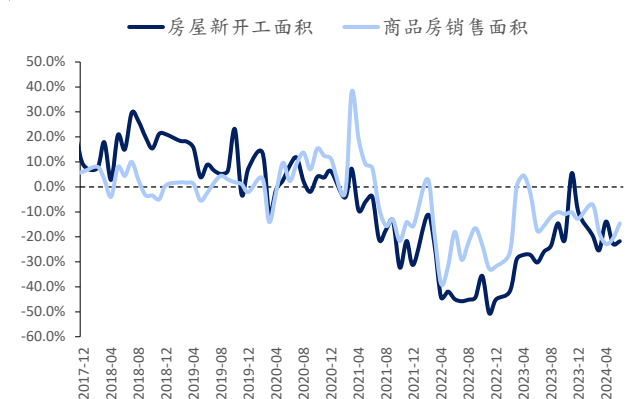
资料来源: Wind, 交银国际

图表 12: 基建投资分项贡献



资料来源: Wind, 交银国际

图表 13: 地产新开工及销售回暖



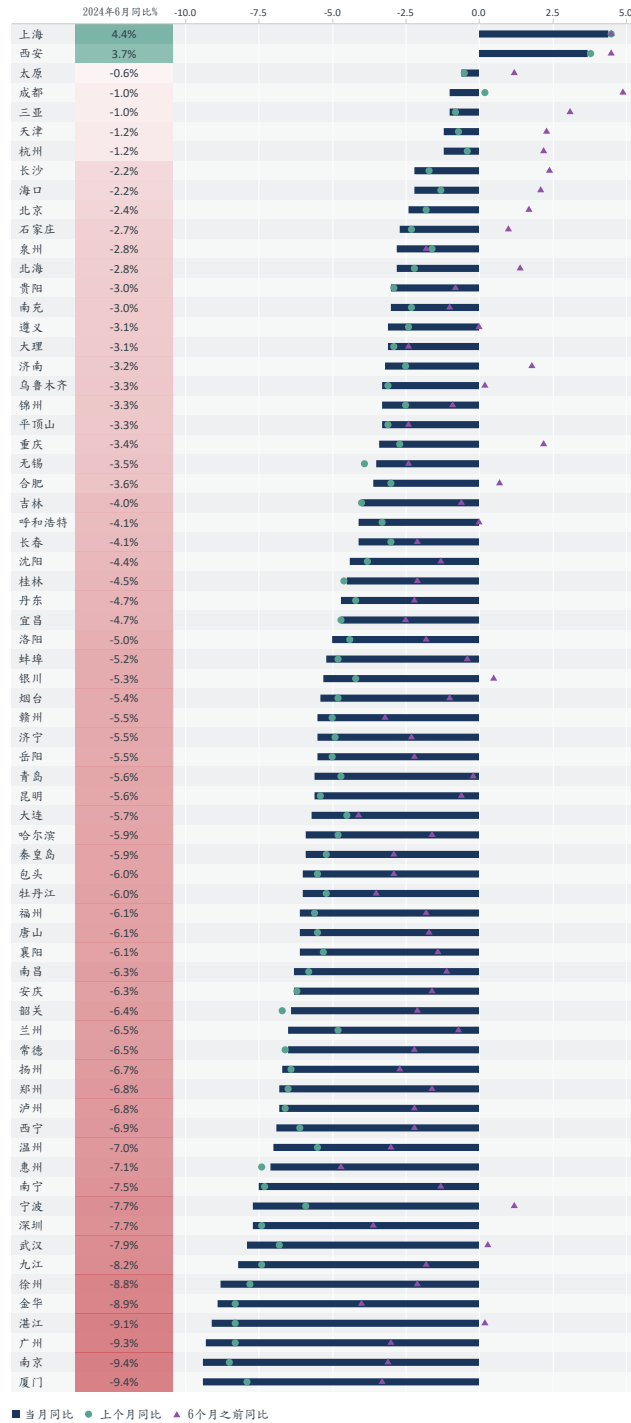
资料来源: Wind, 交银国际

图表 14: 中国 2024 年 6 月社融数据

(亿元，人民币)	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09
社融当月新增	32,999	20,623	-658	48,335	14,959	64,734	19,326	24,554	18,441	41,326
人民币贷款	21,927	8,197	3,349	32,920	9,773	48,401	11,092	11,120	4,837	25,369
外币贷款	-807	-487	-310	543	-9	989	-635	-357	152	-583
委托贷款	-3	-9	89	-465	-172	-359	-43	-386	-429	208
信托贷款	748	224	142	681	571	732	347	197	393	402
未贴现银行承兑汇票	-2,046	-1,331	-4,490	3,552	-3,686	5,636	-1,865	202	-2,536	2,397
非金融企业境内股票融资	154	111	186	227	114	422	508	359	321	326
社融当月同比多增	-9,266	5,063	-12,907	-5,532	-16,651	4,778	6,268	4,717	9,307	5,915
人民币贷款	-10,486	-4,022	-1,082	-6,567	-8,411	-913	-3,309	-328	406	-317
外币贷款	-616	-149	9	116	-319	1,120	1,030	291	876	130
委托贷款	53	-44	6	-640	-95	-943	58	-298	-899	-1,300
信托贷款	902	-79	23	726	505	794	1,111	562	454	593
未贴现银行承兑汇票	-1,355	464	-3,145	1,760	-3,617	2,673	-1,311	11	-380	2,265
非金融企业境内股票融资	-546	-642	-807	-387	-457	-542	-935	-429	-467	-696
信贷当月新增	21,300	9,500	7,300	30,900	14,500	49,200	11,700	10,900	7,384	23,100
居民部门	5,709	757	-5,166	9,406	-5,907	9,801	2,221	2,925	-346	8,585
短期	2,471	243	-3,518	4,908	-4,868	3,528	759	594	-1,053	3,215
中长期	3,202	514	-1,666	4,516	-1,038	6,272	1,462	2,331	707	5,470
企业部门	16,300	7,400	8,600	23,400	15,700	38,600	8,916	8,221	5,163	16,834
短期	6,700	-1,200	-4,100	9,800	5,300	14,600	-635	1,705	-1,770	5,686
中长期	9,700	5,000	4,100	16,000	12,900	33,100	8,612	4,460	3,828	12,544
票据融资	-393	3,572	8,381	-2,500	-2,767	-9,733	1,497	2,092	3,176	-1,500
信贷当月同比多增	-9,200	-4,100	112	-8,000	-3,600	200	-2,300	-1,200	1,232	-1,600
居民部门	-3,930	-2,915	-2,755	-3,041	-7,988	7,229	468	298	-166	2,082
短期	-2,443	-1,745	-2,263	-1,186	-6,086	3,187	872	69	-541	177
中长期	-1,428	-1,170	-510	-1,832	-1,901	4,041	-403	228	375	2,014
企业部门	-6,503	-1,158	1,761	-3,600	-400	-8,200	-3,721	-616	537	-2,339
短期	-749	-1,550	-3,001	-1,015	-485	-500	-219	1,946	73	-881
中长期	-6,233	-2,698	-2,569	-4,700	1,800	-1,900	-3,498	-2,907	-795	-944
票据融资	428	3,152	7,101	2,187	-1,778	-5,606	351	543	1,271	-673
M0同比增速(%)	11.7	11.7	10.8	11.0	12.5	5.9	8.3	10.4	10.2	10.7
M1同比增速(%)	-5.0	-4.2	-1.4	1.1	1.2	5.9	1.3	1.3	1.9	2.1
M2同比增速(%)	6.2	7.0	7.2	8.3	8.7	8.7	9.7	10.0	10.3	10.3

资料来源: 中国人民银行, 交银国际

图表 15: 中国 70 城房价同比



资料来源: 国家统计局, 交银国际

交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。